



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩受原材料价格上涨影响，辅料龙头长期受益行业变革

——山河药辅（300452）点评

2018 年 04 月 26 日

强烈推荐/维持

山河药辅

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
缪牧一	研究助理		
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035	

事件：

公司发布 2017 年报，实现收入 3.39 亿元，同比增长 18.49%，实现归母净利润 5033 万元，同比增长 3.18%，实现扣非后归母净利润 4075 万元，同比下降 5.67%。

Q4 单季来看，实现收入 1.11 亿元，同比增长 34.15%，实现归母净利润 1624.13 万元，同比增长 26.75%，实现扣非后归母净利润 1279 万元，同比增长 15.82%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	72.46	61.46	82.47	75.11	77.88	75.73	110.64
增长率（%）	12.96%	7.35%	18.55%	7.29%	7.48%	23.21%	34.15%
毛利率（%）	36.71%	32.49%	30.80%	31.55%	31.67%	30.02%	30.57%
期间费用率（%）	15.39%	16.77%	13.39%	13.07%	15.57%	16.03%	14.87%
营业利润率（%）	21.84%	15.79%	16.68%	17.30%	17.45%	13.26%	21.82%
净利润（百万元）	14.71	8.68	12.81	11.66	13.48	9.60	18.14
增长率（%）	39.70%	-17.20%	-04.24%	-07.31%	-08.36%	10.58%	41.60%
每股盈利（季度，元）	0.16	0.09	0.14	0.13	0.15	0.10	0.18
资产负债率（%）	21.36%	20.06%	21.48%	20.90%	21.33%	23.86%	24.94%
净资产收益率（%）	3.86%	2.23%	3.18%	2.81%	3.25%	2.00%	3.63%
总资产收益率（%）	3.03%	1.78%	2.50%	2.23%	2.56%	1.52%	2.72%

观点：

1、原材料价格上涨影响年报利润增长，Q4 单季在产品提价后有所改善

公司收入端实现 18.49% 增长，归母净利润实现 3.18% 增长，其中曲阜天利 8 月 19 日完成 52% 股权的收购，购买日至年末实现 3205 万收入、531 万净利润，分别影响收入、归母净利润增长约 11.2%、5.6%，符合预期。公司年报中利润端增速放缓的主要原因是原材料采购价格上涨，毛利率从 16 年的 33.80% 下降到 30.92%，但从单季情况来看，在公司对产品售价进行调整后，Q4 单季收入端增长 34.15%，归母净利润增长 26.75%（曲阜天利影响 Q4 单季收入增速约 26.5%、利润增速约 14.7%），仅从内生的角度考虑已经恢复到正常水平。

从重要单品来看：微晶纤维素 2017 年实现收入 6910 万元，同比增长 10.69%，毛利率为 39.93%，较去年同期下降 3.82 个百分点；羟丙甲纤维素 2017 年实现收入 3431 万元，同比增长 24.43%，毛利率为 10.24%，较去年同期下降 6.63 个百分点。

从财务指标上来看：销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 8.10%、7.09%、-0.30%，较去年同期分别 +0.06pp、-0.43pp、-0.34pp，较为稳定。

2、收购曲阜天利 52% 股权，完成上市以来首个并购项目

报告期内，公司完成对曲阜天利的收购，现合计持有 52% 股权。曲阜天利是国内较大的药用辅料企业之一，有有淀粉及其衍生物药用辅料原料地域资源优势，其糊精、淀粉、倍他环糊精等产品在业内受到好评。曲阜天利 2017-2019 业绩承诺为 1200 万元、1320 万元、1452 万元，而 2017 年实际实现的净利润为 1346 万元，在实现协同发展的情况下，增厚公司业绩。

3、辅料行业变革期，公司作为辅料龙头长期受益

由于政策的变革，辅料行业的地位正在逐步提高，4 月初国务院的仿制药政策中更是明确了药辅、药包材在研发链、产业链中的关键作用，提出淘汰落后产能，实现进口替代。我们认为，政策大环境的变化叠加一致性评价和共同审评，公司作为辅料龙头长期受益于行业变革。

- ◆ 一致性评价推进带来增量业务：目前已经两批 22 个品规通过了一致性评价，整体进度正在稳步推进。从此前公布在一致性评价的专栏中来看，有 70-80% 品种使用公司至少一种辅料，其中接近一半为增量客户，不乏重磅品种和潜在重磅品种。从目前一致性评价的进度来看，我们预计将在 2018 年 Q4 逐渐看到订单及业绩上的表现。
- ◆ 共同审评打造业务“独占期”：由于共同审评政策的出台，通过一致性评价的企业更换辅料大概率需要做药学试验证明更换辅料不会影响制剂的一致性，也就意味着与公司绑定的品种在通过一致性评价后至少在 2-3 年将保持独家供应或准独家供应。

结论：

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润为 0.61、1.03、1.49 亿元，同比增长为 21.65%、67.74%、45.71%，公司持续受益于辅料行业格局重塑，有望在 18-19 年迎来业务的飞速发展期，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

一致性评价推进不及预期

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	349	396	484	623	826	营业收入	286	339	454	666	947		
货币资金	117	128	194	257	357	营业成本	190	234	308	436	614		
应收账款	27	35	47	69	98	营业税金及附加	3	4	6	8	12		
其他应收款	0	0	1	1	1	营业费用	23	27	37	54	77		
预付款项	2	3	4	5	7	管理费用	22	24	32	47	67		
存货	24	34	45	63	89	财务费用	-2	-1	-1	-1	-1		
其他流动资产	150	141	120	120	120	资产减值损失	0.19	-0.32	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	164	270	257	243	226	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.36	4.74	4.00	4.00	4.00		
固定资产	125	138	129	133	156	营业利润	54	61	76	126	182		
无形资产	25	39	35	31	27	营业外收入	3.60	1.90	3.00	3.00	3.00		
其他非流动资产	4	7	7	7	7	营业外支出	0.39	0.11	0.00	0.00	0.00		
资产总计	513	666	741	866	1053	利润总额	57	63	79	129	185		
流动负债合计	81	138	171	227	317	所得税	8	10	12	20	29		
短期借款	0	0	0	0	10	净利润	49	53	67	109	156		
应付账款	32	35	45	64	91	少数股东损益	0	3	6	6	7		
预收款项	3	5	7	10	14	归属母公司净利润	49	50	61	103	150		
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	88	111	88	139	198		
非流动负债合计	29	28	30	30	30	EPS（元）	0.53	0.54	0.66	1.11	1.61		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0								
负债合计	110	166	201	258	347	成长能力							
少数股东权益	0	59	64	71	77	营业收入增长	10.61%	18.49%	33.68%	46.81%	42.16%		
实收资本(或股本)	93	93	93	93	93	营业利润增长	12.84%	12.89%	25.17%	65.45%	44.70%		
资本公积	113	113	113	113	113	归属于母公司净利润	21.65%	67.74%	21.65%	67.74%	45.71%		
未分配利润	174	206	209	214	221	获利能力							
归属母公司股东权	403	441	476	538	629	毛利率(%)	33.80%	30.92%	32.08%	34.56%	35.12%		
负债和所有者权	513	666	741	866	1053	净利率(%)	17.03%	15.58%	14.73%	16.35%	16.53%		
现金流量表						单位:百万元		总资产净利润(%)					
						ROE(%)		12.11%	11.40%	12.86%	19.09%	23.81%	
经营活动现金流	55	64	85	99	145	偿债能力							
净利润	49	53	67	109	156	资产负债率(%)	21%	25%	27%	30%	33%		
折旧摊销	36	52	0	14	16	流动比率	4.30	2.88	2.84	2.74	2.61		
财务费用	-2	-1	-1	-1	-1	速动比率	4.01	2.63	2.58	2.46	2.33		
应收账款减少	0	0	-12	-22	-29	营运能力							
预收帐款增加	0	0	2	3	4	总资产周转率	0.59	0.58	0.64	0.83	0.99		
投资活动现金流	-39	-31	4	4	4	应收账款周转率	12	11	11	12	11		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.80	10.11	11.26	12.13	12.22		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）							
投资收益	3	5	4	4	4	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.54	0.66	1.11	1.61		
筹资活动现金流	-8	-32	-23	-40	-49	每股净现金流(最新	0.09	0.01	0.71	0.68	1.08		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.34	4.76	5.13	5.80	6.77		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	46	0	0	0	0	P/E	51.34	50.39	41.24	24.58	16.87		
资本公积增加	-46	0	0	0	0	P/B	6.27	5.72	5.30	4.69	4.02		
现金净增加额	8	1	66	63	100	EV/EBITDA	27.30	21.51	26.59	16.29	11.02		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

缪牧一

医药行业分析师。2016 年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016 年 6 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。